

La Valoració d'empreses mitjanes i petites. Una guia pràctica



Josep Maria López i Serra
Llicenciat en Administració i Direcció d'Empreses
Auditor- Censor Jurat de Comptes
Soci de Guasch-López Auditors
Profesor Associat Universitat Pompeu Fabra

La Valoració d'empreses mitjanes i petites. Una guia pràctica



1. Reflexions preliminars
2. Metodología d'actuació
3. Contingencies que poden afectar a tot procés de valoració
4. Questionari previ a l'aplicació del Mètode de valoració
5. Els Mètodes de valoració. Un resum dels més importants
6. L'informe. Anàlisi dels aspectes més significatius del mateix.
7. Exemple
8. Conclusions finals

La Valoració d'empreses mitjanes i petites. Una guia pràctica



1. Reflexions preliminars

Diferencia entre valor i preu. Fonamental

Valor es el resultat de l'aplicació d'una metodologia fonamentada en el potencial tècnic, econòmic, comercial etc. de la Companyia. Preu es el resultat derivat d'una negociació entre dues parts en condicions de lliure mercat.

1.1. ¿ Qui ha de fer la valoració ?

Un subjecte independent.

1.2. ¿ Quan s'ha de valorar una empresa ?

Quan es tingui de produir una transmissió del patrimoni empresarial ja sigui per compra-venda, donació, herència, liquidació etc.

La Valoració d'empreses mitjanes i petites. Una guia pràctica



2. Metodologia d'actuació

2.1. Questions previes al inici del treball

2.1.1. Carta mandat. Característiques.

- Informació que es pretén obtenir
- Limitacions al abast en les que es pot trobar el professional valorador.

2.1.2. Titularitat del sol.licitant del encàrrec

La Valoració d'empreses mitjanes i petites. Una guia pràctica



2.1.3. Objecte a valorar

- Que es el que valorarem : La totalitat de la Companyia, una divisió, una unitat de negoci etc.

2.1.4. Relació previa del sol.licitant amb l'objecte a valorar

- Sol.licitud per part de jutge, magistrat, registrador etc.
- Actuació davant d'una potencial compra-venda

La Valoració d'empreses mitjanes i petites. Una guia pràctica



2.2. Aspectes subjectius i objectius que integren la valoració

2.2.1. Empreses en funcionament

- Estructura orgànica adequada
- Inversions suficients per a desenvolupar l'activitat productiva adequadament.
- Expectatives raonables de continuïtat.

2.2.2. Empreses en liquidació

- Absència de futur
- Valoració per diferència entre Actius Residuals menys Passius exigibles.

La Valoració d'empreses mitjanes i petites. Una guia pràctica



2.2.3. Empreses de nova creació

- No hi ha història
- Desconeixement de l'autèntica dimensió de futur

2.2.4. Empreses deficitàries

- Excés de costos d'estructura
- Inviabilitat comercial de les mateixes.

La Valoració d'empreses mitjanes i petites. Una guia pràctica



2.3. Factors externs e interns que condicionen la valoració

2.3.1. Factors externs.

No els dominem.

- Evolució econòmica del país.
- Evolució sector a on s'ha inscrit l'empresa
- Evolució economies del entorn.

La Valoració d'empreses mitjanes i petites. Una guia pràctica



2.3.2. Factors interns

Factors de caràcter econòmic

- Historia de la Societat
- Entorn en el que opera
- Factors de índole comercial
- Factors de naturalesa tècnica
- Factors de índole humana
- Factors específics

La Valoració d'empreses mitjanes i petites. Una guia pràctica



3. Contingències que poden afectar a tot procés de valoració

Es fa un procés "due diligence" per avaluar :

- Contingències ecològiques
- Contingències de subministraments
- Contingències fiscals
- Contingències laborals
- Contingències jurídiques
- Contingències financeres

etc.

La Valoració d'empreses mitjanes i petites. Una guia pràctica



4. Questionari previ a l'aplicació del Mètode de valoració

Es tracta d'un check list o guia a seguir, previa a l'aplicació del mètode de valoració a fi efecte de tenir un coneixement absolut de la problemàtica de l'empresa, podríem destacar entre d'altres :

- Característiques del encàrrec
- Compra d'un paquet majoritari o bé minoritari
- Tipus d'actiu a valorar i situació del mateix (Linia de negoci, empresa, marca i si es troba en funcionament, en liquidació, etc.)

La Valoració d'empreses mitjanes i petites. Una guia pràctica



- Motius que poden justificar la possible transacció :
 - Financers
 - Continuitat
 - Canvis tecnològics
 - Incapacitat de la Gerencia
 - etc.

- Fonaments en els quals s'ha basat el creixement del negoci
 - Gestió comercial eficaç
 - Mercat expansiu
 - Disminució de marge
 - Adquisició o absorció d' empreses
 - etc.

La Valoració d'empreses mitjanes i petites. Una guia pràctica



- Situació de la propietat industrial
- Concentració dels riscos en compres i vendes
- Litigis i contingències
- Pòlices d'assegurança
- Polítiques i sistemes de venda
- Àrea geogràfica d'actuació

La Valoració d'empreses mitjanes i petites. Una guia pràctica



- Informació econòmica disponible
 - CCAA auditades
 - Existència de pressupostos
 - Si els CCAA no estàn auditades :
 - Liquidacions fiscals darrers 3 exercicis
 - Verificació conciliacions bancaries
 - Revisió saldos clients/proveïdors per mètodes alternatius
 - Fras. Inversions més significatives etc.
 - Revisió analítica balanç i cta. perdues i guanys
 - Ratis econòmics.
- Vulnerabilitat del equip directiu
 - Excés de concentració de poder

La Valoració d'empreses mitjanes i petites. Una guia pràctica



5. Els Mètodes de valoració. Un resum dels més importants

5.1. Mètodes de valoració basats en el balanç

5.2. Mètodes basats en múltiples

5.3. Mètodes Mixts

5.4. Mètode del descompte de fluxos

5.5. Creació de valor

La Valoració d'empreses mitjanes i petites. Una guia pràctica

Quadre resum Principals Mètodes de Valoració

Base en el Balanç	Base en Multiples	Mixtes	Descompte de fluxos	Creació de valor
Valor comptable	PER	Unió Experts Comptab Europ.	Cash Flow lliure	EVA (Económic Value added)
Actiu net real	EBITDA	Clàssic	Cash Flow accionista	Benefici econòmic
Valor de liquidació	Vendes	Mètode alemany	Capital cash flow	Cash value added
Valor substancial	Altres múltiples	Mètode anglosaxó	Dividends	Cash Flow return on Investment

La Valoració d'empreses mitjanes i petites. Una guia pràctica



5.1. Mètodes de valoració basats en el balanç

Principals característiques :

- Valoren l'empresa a través de l'estimació del valor del seu patrimoni.
- El valor generalment parteix del balanç de situació.
- En conseqüència, no tenen en compte les expectatives de futur de la companyia.
- Son mètodes estàtics doncs parteixen del valor patrimonial en un determinat moment.

La Valoració d'empreses mitjanes i petites. Una guia pràctica



Valor Actiu Net Real

Actiu comptable

- Passiu exigible comptable

+ Plusvaluas per revalorització

- Minusvalues per afloració o actualització de passius

= Actiu Real - Passiu exigible real

La Valoració d'empreses mitjanes i petites. Una guia pràctica



Valor substancial

Serà el valor dels elements que fa servir l'empresa per la seva producció sense tenir en compte el seu finançament (opció a)

Aquesta variant penalitza les empreses poc endeutades.

O bé considerant l'Actiu fix net més l'actiu corrent menys el passiu corrent (opció b)

En tot cas no es tracta científicament el Fons de comerç ni el know how etc.

La Valoració d'empreses mitjanes i petites. Una guia pràctica

5.2. Mètodes basats en múltiples

- Mètodes utilitzats regularment per brokers, banquers, etc juntament o en comptes d'altres com el descompte de fluxes de caixa.
- Consisteixen en aplicar un multiplicador sobre algun paràmetre o magnitud com :

Benefici
Vendes
EBIT
EBITDA

La Valoració d'empreses mitjanes i petites. Una guia pràctica



- La problemàtica resideix en que no sempre hi ha transaccions o empreses comparables i en conseqüència es produeix una certa dificultat en la determinació del múltiple.
- Tenen o poden tenir una component estàtica significativa.
- Son mètodes de valoració simples.
- Son poc acadèmics i no sempre prou precisos.

La Valoració d'empreses mitjanes i petites. Una guia pràctica

Mètode PER (Price Earning Ratio)

PER es el resultat de dividir el preu de mercat o cotització de l'acció per el Benefici per acció de l'empresa.

$$\text{PER} = \frac{\text{Preu mercat}}{\text{Benefici per acció}}$$

Dificultats que planteja :

- a) No sempre podem coneixer totes les circumstàncies que afecten al preu de les accions.
- b) Variables calculades en moments generalment diferents :

Benefici	Variable històrica
Preu	Condicionat per el mercat en el moment actual.

La Valoració d'empreses mitjanes i petites. Una guia pràctica

Multiples basats en el valor del negoci

VE/Vendes

- Es poc susceptible a diferències comptables.
- No s'ha de comparar mai entre companyies de sectors diferents.

VE/EBIT

EBIT = Beneficis abans d'interessos e impostos.

- Es veu afectat per el tractament de les amortitzacions
- El factor endeutament no es contempla, per lo que sempre afavorirà a les empreses molt endeutades.

La Valoració d'empreses mitjanes i petites. Una guia pràctica



VE/EBITDA

EBITDA = Beneficis abans d'impostos, interessos, amortitzacions i depreciacions.

- Molt popular i de moda actualment
- Permet comparacions entre firmes que presentin perdues netes, doncs com a paràmetre pot ser positiu.
- El factor endeutament no es contempla, per lo que sempre afavorirà a les empreses molt endeutades.

La Valoració d'empreses mitjanes i petites. Una guia pràctica



5.3. Mètodes Mixts

- Es denominen mixtes perquè tenen una combinació de mètodes estàtics o de valor del balanç amb mètodes que intenten determinar el valor futur de l'empresa.
- Es fonamenten en la valoració del good will o fons de comerç, know how etc.
- Un dels mètodes més coneguts es el Mètode Alemany o dels pràctics que fonamenta el valor de l'empresa en una combinació del valor substancial mes el valor de rendiment.

La Valoració d'empreses mitjanes i petites. Una guia pràctica

5.4. Mètode del descompte de fluxos

- Es un mètode molt recomanat actualment doncs mesura l'autèntica potencialitat futura de l'empresa.
- S'actualitza fluxos previsionals futurs, descomptats a una taxa d'interès d'acord amb el risc atribuïble al negoci.
- Es tenen de considerar una serie de paràmetres tals com :

- Previsió d'ingressos
- Previsió de costos variables
- Previsió de costos fixos
- Impost de societats
- Pagaments per Inversions
- Variacions del Capital circulant
- Horitzó temporal
- Taxa de dscompte
- Valor residual

La Valoració d'empreses mitjanes i petites. Una guia pràctica



Condicionants necessaris a l'hora d'aplicar el Mètode

- a) El període de temps a determinar
- b) Una molt ajustada previsió dels fluxes de caixa basada en :
 - Calcul adequat de les previsions d'ingressos
 - Previsió dels costos necessaris per l'obtenció dels ingressos.
 - Adequada planificació de les inversions i la seva cadència a nivell financer

La Valoració d'empreses mitjanes i petites. Una guia pràctica

c) Avaluació de la taxa d'actualització o descompte

c.1. Metodología de calcul simple

Una de les mes habituals consistirà en determinar :

Tipus interés bons estat a 5/10 per exemple +
Prima d'interés suplementari per risc empresarial
(6/9 punts)

Les Societats de Capital risc poden treballar amb taxes de descompte de entre el 25/30%, degut al reduït plaç de retorn de l'inversió (3/5 anys)

La Valoració d'empreses mitjanes i petites. Una guia pràctica

c.2. Calcul del cost mitjà del capital (Weighted Average Cost of Capital)

Bastant utilitzat en societats no cotitzades.

Molt més científic i coherent.

$$\text{WACC} = \text{Cost Fons Propis} \times \% \text{ FP en l'estructura financera} + \text{Cost recursos aliens} - \text{Estalvi Fiscal} \times \% \text{ RA en l'estructura financera}$$

El cost dels fons propis podria ser perfectament el sumatori del cost del dividend + Prima de risc específic de la societat.

Aquesta darrera pot venir determinada per la diferencia entre la rendibilitat sobre fons propis de l'empresa respecta de la mitjana del sector.

La Valoració d'empreses mitjanes i petites. Una guia pràctica



d) El valor residual

Es aquell valor que s'estima que tindrà l'empresa en el moment de finalitzar l'escenari temporal.

El seu calcul es de una gran complexitat i es determinarà quan es pugui fer una estimació raonable del mateix.

La Valoració d'empreses mitjanes i petites. Una guia pràctica

Metodología de càlcul

a) Període de tractament variables econòmiques :

5 a 10 anys

b) Pressupost de vendes amb 3 hipòtesis de treball :

Optimista

Realista

Pesimista

c) Avaluació dels costos variables industrials i comercials :

Consums explotació

Treballs Aliens

Cost variable energia

Primes de producció

etc.

Variables
industrials

La Valoració d'empreses mitjanes i petites. Una guia pràctica

Transports de vendes Comissions comercials Descomptes aviat pag. Financers venda etc	Variables comercials
--	-------------------------

d) Avaluació dels costos fixos

e) Avaluació dels pagaments per inversions en funció del pla d'inversions de l'empresa.

f) Variació del Fons de Maniobra (calculat a través dels balanços previsionals)

g) Càlcul del impost de societats

La Valoració d'empreses mitjanes i petites. Una guia pràctica

h) Avaluació del Flux de Caixa

i) Aplicació de la taxa de descompte al Flux de Caixa

$$V = \frac{FC1}{(1+q)^1} + \frac{FC2}{(1+q)^2} + \frac{FC3}{(1+q)^3} + \frac{FC4}{(1+q)^4} + \frac{FC5}{(1+q)^5}$$

FC1 = Flux de Caixa any 1

q = Taxa descompte o actualització

V = Valor empresa

La Valoració d'empreses mitjanes i petites. Una guia pràctica

j) El valor residual

Aquest, només serà d'aplicació quan hi haigi indicis raonables de la seva futura existència.

Mètodes

a) Valor patrimonial

Fons propis a la data de valoració

+ Sumatori dels fluxes de caixa avaluats

Sería el mes conservador

b) Model de Gordon

Consistirà fonamentalment en la capitalització d'un flux de caixa constant i posteriorment la seva actualització o descompte al moment 0.

La Valoració d'empreses mitjanes i petites. Una guia pràctica



5.5. Creació de valor

- Utilitzen com a paràmetres per valorar l'empresa, fluxos que tenen en consideració els recursos financers utilitzats per obtenir el citat benefici, així com els riscos que aquests recursos comporten.

- Models més significatius

Benefici econòmic

EVA (Econòmic Value Added)

Cash Value Added

La Valoració d'empreses mitjanes i petites. Una guia pràctica

Benefici econòmic

Alfred Marshall es va referir en la seva obra Principles of Economics el 1890.

$$BE = (ROE - Ke)E_{vc} t-1$$

On :

ROE = Benefici / Valor comptable de les accions

Ke = Rendibilitat exigida per l'accionista

Evc t-1 = Valor comptable de les accions al inici del exercici

La Valoració d'empreses mitjanes i petites. Una guia pràctica



EVA (Econòmic Value Added)

Fou creat per la consultora americana Stern Steward & Co., basat en paràmetres de la teoria econòmica del segle passat.

$$\boxed{\text{EVA} = \text{NOPAT} - (\text{ACTIU} \times \text{WACC})}$$

On :

NOPAT = Net Operating Profit After Taxes

WACC = Weighted Average Cost of Capital

La Valoració d'empreses mitjanes i petites. Una guia pràctica

Cash Value Added

Fou creat per Boston Consulting Group com a alternativa a l'EVA

$$\text{CVA} = \text{NOPAT} + \text{AC} - \text{AE} - \text{ACTIU} \times \text{WACC}$$

On :

AC = Amortització comptable

AE = Amortització econòmica

Cal observar que la diferencia respecte del mètode anterior es fonamenta en la substitució de l'amortització comptable per l'amortització econòmica.

La Valoració d'empreses mitjanes i petites. Una guia pràctica



6. L'informe. Anàlisi dels aspectes més significatius del mateix.

Amb l'excepció del previst en determinades situacions per la Llei de Societats de Capital en quan a :

- Transmissions accions "mortis causa"
- Transmissions forçoses
- Separació de socis per canvi de domicili social
- Valoració de les participacions o accions del soci

hi ha una llibertat ampla en quan al redactat del mateix.

La Valoració d'empreses mitjanes i petites. Una guia pràctica



De tota manera, es recomana que l'informe tingui el següent contingut :

- a) Titularitat del demandant
- b) Objectiu a valorar
- c) Finalitat
- d) Procediments emprats
- e) Limitacions i/o excepcions
- f) Mètodes de valoració utilitzats
- g) Conclusions i resultats de la valoració
- h) Restriccions a l'ús de la informació

L'informe té de ser objectiu, mai es té de fer cap judici de valor que després pugui ser questionable o impugnable

La Valoració d'empreses mitjanes i petites. Una guia pràctica

Model d'informe adjunt

Als Srs. Accionistes de :	a) Titularitat del demandant
Hem procedit a la valoració de la Compañía de la seva propietat d'acord amb la seva carta mandat de data, amb la finalitat de donar-lis un coneixement del valor de la seva societat als efectes de	b) Objectiu a valorar c) Finalitat
Els procediments emprats per fer l'encàrrec has estat els següents : <ul style="list-style-type: none"> - Anàlisi de l'organització interna - Estudi del entorn - Avaluació i anàlisi de l'informació econòmica - Anàlisi i evaluació de les possibles contingències - Anàlisi dels plans estratègics de la Societat etc. 	d) Procediments emprats
Dels diferents mètodes de valoració generalment acceptats, s'ha emprat el Mètode de, per ajustarse més adequadament a la situació de la Entitat	f) Mètodes de valoració utilitzats
Les conclusions derivades del anàlisi de la Compañía per una part i de l'aplicació del Mètode esmentat en el paràgraf anterior per un altre, han permès determinar un valor per acció de€, entenent-se que es tracta d'un valor de referència i no d'un preu al que puguin arribar ambdues parts en condicions de lliure negociació.	g) Conclusions i resultats de la valoració
Aquest informe ha estat preparat únicament als efectes previstos en el paràgraf primer del mateix i no es té d'utilitzar per cap altre propòsit.	h) Restriccions a l'ús de la informació

La Valoració d'empreses mitjanes i petites. Una guia pràctica



7. Exemple

Fotorapid SL

Observacions preliminars

Obviament, la resolució proposada en cap cas pretén ser l'única i definitiva, sinó que n'és una de possible entre moltes.

Convé no oblidar que encara que quan valorem empreses s'utilitza mètodes matemàtics, també hi ha una serie d'aspectes subjectius que fan que no ens trobem davant d'una ciència exacta, admetent doncs la possibilitat de diferents valors i que ademés siguin coherents.

La Valoració d'empreses mitjanes i petites. Una guia pràctica



Descripció empresa

Correspon a la valoració d'una copisteria industrial, centrada en la prestació de serveis al sector de l'ensenyament (acadèmies, universitats, escoles de negoci etc.)

Característiques més significatives :

- Empresa privada
- Plantilla amb 18 persones
- 1200 clients aproximadament
- Entorn estable

La Valoració d'empreses mitjanes i petites. Una guia pràctica

Mètodes emprats

	<u>Valor estimat</u>
Valor net comptable	94.303
Valor net comptable corregit	66.833
Valor substancial	594.267
Valor en liquidació	558.182
Descompte de Fluxes amb WACC o taxa de descompte del 3,72%	1.070.942
Descompte de Fluxes amb WACC o taxa de descompte del 7,81%	941.312

Conclusió :

Resulta evident que per empreses amb unes expectatives de continuïtat raonables, els mètodes basats en l'estimació de fluxes de caixa són els més adients.

La Valoració d'empreses mitjanes i petites. Una guia pràctica



8. Conclusions finals

Importantíssim diferenciar valor i preu

Els factors interns i externs juguen un paper determinant a l'hora de valorar una societat.

El procés "due dilligence" es fonamental abans de qualsevol transacció.

Valorar una empresa implica seguir un procediment sistemàtic.

D'acord amb les característiques d'una empresa i el moment amb el que es trobi, s'aplicarà un mètode o un altre.

El Mètode de descompte de fluxes de caixa es el més utilitzat i que recull tota la casuística de les empreses en funcionament.

La Valoració d'empreses mitjanes i petites. Una guia pràctica



continuació conclusions

La qualitat dels inputs utilitzats es fonamental a l'hora d'obtenir el producte final que es el valor.

Els problemes més importants resideixen en :

- L'estimació dels fluxes de caixa futurs
- L'estimació del valor residual
- L'elecció de la taxa de descompte

Cal ser molt realista a l'hora de fer dels plans financers i d'empresa.

El mètode dels múltiples es simple de calcular pero no sempre dona uns valors segurs, per aixó s'acostuma a complementar amb altres, en especial el de Descompte de Fluxes.